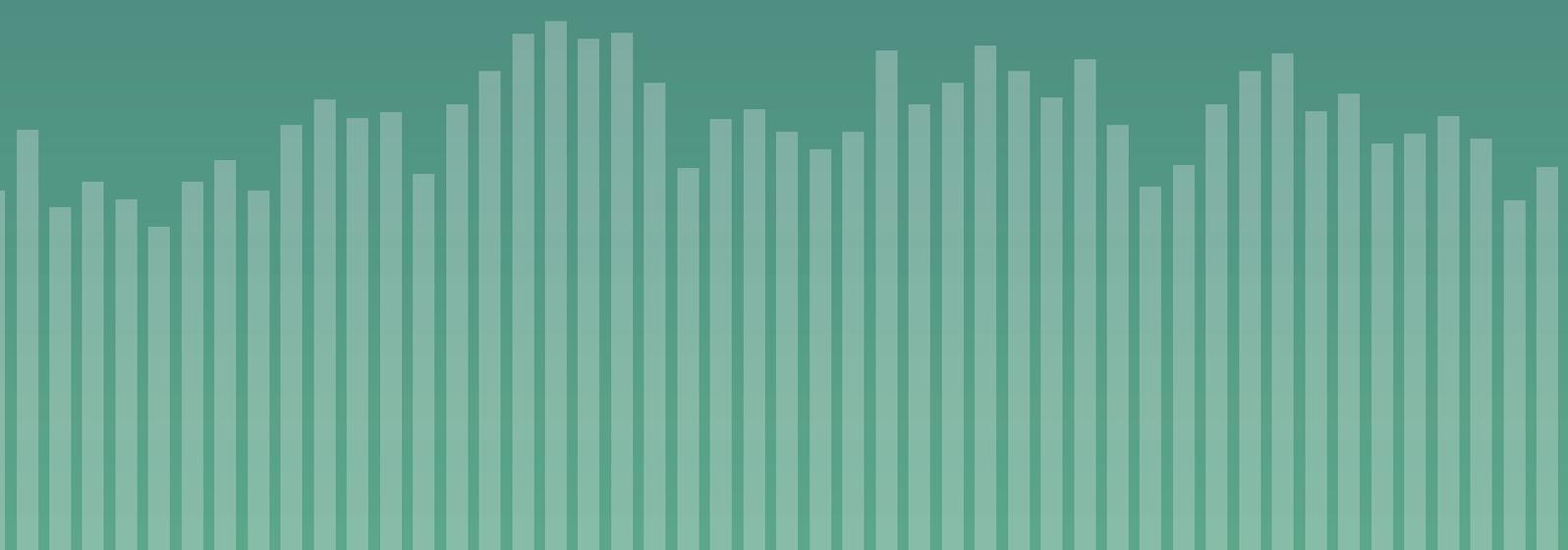


LYZE Digital Asset Focus

# Bakkt 출시 임박, Game Chaner가 될 수 있을까

Feb. 2019.



LYZE Asset Focus

# **Bakkt 출시 임박, Game Chaner가 될 수 있을까**

**Feb. 2019.**

## Disclaimer

본 리서치 페이퍼에 수록된 정보와 의견은 Lyze Research의 Certified Bitcoin Professional (CBP) 및 Trading Analyst들이 신뢰할 만한 원천자료와 객관적인 데이터를 바탕으로 분석한 결과이며 정확성이나 시의적절성 등을 보장할 수 없으며 Lyze Research는 어떠한 경우에도 본 자료를 활용한 투자 집행의 결과에 대한 법적 책임이 없습니다.

본 리서치 페이퍼는 고유 저작물로서 모든 지적 재산권은 Lyze Research 에 귀속되며 사전 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형 등을 할 수 없습니다.

This publication has been produced by Lyze Research Team in the Lyze Foundation and one or more of its affiliates (collectively and each individually, "Lyze"). It has been distributed by one or more Lyze affiliated legal entities listed. It is provided to our Authorized Participants for information purposes only, and Lyze makes no express or implied warranties.

© LYZE RESEARCH

# LYZE Digital Asset Focus

QUANT\_FOCUS\_004\_KR\_PUBLIC

## Bakkt 출시 임박, Game Changer가 될 수 있을까

지난 1월 24일 런칭을 타겟으로 해오던 Bakkt 플랫폼 출시가 다시 한번 미루어졌다. 리테일 투자자를 중심으로 한 디지털 에셋 시장 전체는 이를 빌미로 다시 한번 출렁이었다. 주된 이유는 미국 연방정부 섯다운에 따른 것으로 CFTC를 포함한 주요 정부 기관들의 오퍼레이션은 섯다운 기간 중 이루어질 수 없고 Bakkt 플랫폼 가동은 CFTC의 승인이 요구되기에 그 기간만큼 연기될 수밖에 없는 것이다. 그렇다면 Bakkt는 이러한 대외적인 변수를 배제할 때 과연 충분히 준비되었다고 볼 수 있을까? 또한 선물 상품과 플랫폼 런칭의 기대효과는 무엇일까?

### Bakkt의 야심찬 계획 - Buy, Store and Spend

시장에는 이미 CME와 CBOE사의 Bitcoin 선물 상품이 있지만 Bakkt가 출시하려는 선물 상품은 그 성격이 조금 상이하다. 결론적으로는 조금 더 가격에 우호적인 성격을 지닌다고 말할 수 있다. 우선 Bakkt라는 플랫폼에 대해 먼저 살펴본다.

Bakkt는 실물인수도 방식의 비트코인 선물 상품 출시를 필두로 하여 전통 금융권 시장을 타겟으로 검증되지 않은 거래소들이 난무하는 어지러운 디지털 에셋 시장에서 공인된 거래소 역할을 하고자 출시표를 던진 플랫폼이다. 이는 수년 전 뉴욕증권거래소(NYSE)를 인수한 것으로 유명한 인터컨티넨탈 익스체인지 (ICE, Intercontinental Exchange) 산하의 브랜드로 구조적으로는 ICE사와 조인트 벤처 형태로 설립된 법인이며 Kelly Loeffler가 해당 부문의 CEO로 수장을 맡고 있다. Bakkt는 2018년 8월 3일부로 공식적으로 런칭을 발표하였고 현재까지 매우 빠른 속도로 사업 개발을 진행해오고 있다. 미국 연방 정부가 공인하는 세번째 선물 상품 출시 뿐 아니라 Warehousing을 주된 차별화 전략으로 삼으며 실물 경제와의 접촉도 시도한다는 점에서 매우 큰 주목을 받고 있다. 또한 아직까지 많이 알려지지 않았지만 ICE 산하 ICE Data Service 부문에서는 일찍이 기관급 투자자들을 주요 대상으로 Cryptocurrency Data Service를 제공해오고 있으며 이를 통해 ICE에서는 데이터 제공, 선물 상품 거래, 실물 결제가 가능한 에코시스템 구축까지 세 영역을 아우르며 야심찬 준비를 하고 있다고 볼 수 있다. 비트코인 선물 상품 이후 추가적인 선물 상품 등의 다양한 금융 상품이 더해지면 자산 운용 영역만 제외하고 사실상 디지털 에셋 시장의 모든 영역을 커버하게 되는 것이다.

### Bakkt, 무엇이 다른가

기본적인 인프라는 관계사 Intercontinental Exchange (ICE)의 거래소, 청산소, 데이터서비스 등의 비즈니스 유닛을 활용할 것으로 보인다. 처음으로 출범하게 될 서비스인 비트코인 선물 상품은 ICE 선물 거래소 ("ICE Futures U.S.")와 청산소 ("ICE Clear U.S.")의 플랫폼과 서비스를 그대로 차용할 것으로 보이며 청산소의 Guarantee Fund

### Bakkt의 CEO, Kelly Loeffler

Toyota에서 마케팅과 오퍼레이션을 담당하며 커리어를 시작, 이후 자동차 인더스트리 경험을 살려 주요 자산운용사에서 에퀴티 리서치를 담당, ICE는 2002년도에 합류하여 현재까지 주로 Investor Relations와 Communication 및 Marketing을 담당해왔다. 2005년 ICE의 성공적인 IPO 준비를 이끌었고 2018년 초, 동년 말 사임을 계획하였으나 그만두기 전 마지막으로 내부적으로 새로운 기회를 탐색한 것으로 보여지고 이에 새로운 돌파구를 계획하며 Bakkt 브랜드를 런칭, 이곳의 수장을 맡게 되며 ICE에 잔류하게 된다.

블록체인이나 IT 또는 해당 거래소의 주요 프로젝트 개발 및 운영에도 깊이 관여한 것으로 보이지는 않는다. 그럼에도 그녀가 신설 부문의 수장을 맡고 전두지휘하게 된 것은 모회사가 그녀의 대외관계와 커뮤니케이션 능력을 매우 높게 산 것으로 보여진다. 한편 그녀의 남편은 현 ICE의 회장 겸 CEO를 맡고 있다.

는 별도로 조성하여 관리될 것으로 파악되며 Bakkt는 이미 이에 관한 초기 수준의 펀딩을 완료한 상태이다. 여기서부터 시작이 다르다. 미국의 대표적인 Coinbase 거래소 또한 이미 다년간 인프라 개발과 축적에 공을 들여 왔고 상당 부분에서 Regulated된 거래소로 인정 받고 있지만 여전히 제도권의 그늘에 들어오지는 못하였다. Bakkt는 유일하게 제도권에서 출발을 하게 된다. 다른 거래소가 여전히 펀딩 (입금) 문제와 언보딩, 컴플라이언스 이슈 등을 해결하기 바쁠 때 Bakkt는 상품 출시에 관한 승인을 받게 되는 것과 동시에 유일하게 모든 부문에서 적격성을 갖추고 시작하게 된다. 다시 말해 대중적인 거래소들과 달리 KYC/AML, Custody & Clearing, Compliance, Market Surveillance 등과 같이 세부적으로 6개의 부문을 인프라 차원에서 모두 충족시킨 상태로 출범하게 된다.

### Bakkt 거래 방식

선물 상품이지만 Bakkt는 100% 증거금을 원칙으로 한다고 밝힌 바 있다. 즉 마진이나 레버리지 사용이 이루어지지 않는 것이다. CME사의 비트코인 선물의 경우 유지 증거금으로 43%, CBOE의 경우 40%선을 요구한다. 개시 증거금은 이보다 약간 더 높다. CME의 경우 최소 계약 단위가 5 BTC이기 때문에 비트코인 가격이 3700불일 때 포지션 유지를 위해 요구되는 최소 증거금은 7955불이 되며 CBOE는 1계약 단위이므로 1480불의 증거금이 요구된다. Bakkt의 선물 상품 거래에 관한 구체적인 내용이 아직 발표되지는 않았으나 Bakkt는 분명 증거금 부담이 커질 것으로 보여진다. 다만 적격성을 갖춘 주요 브로커들의 참여 확대에 따라 실제 시장 참여자들은 레버리지 사용이 가능해질 수 있다.

	CME	CBOE	Bakkt
선물 거래 계약 단위	5 BTC	1 BTC	1 BTC
틱당 가치	\$5.00 / 비트코인, \$25 / 계약	\$5.00 / 계약 (18년 5월 7일부로 \$10에서 \$5로 하향 조정됨)	\$2.50
레버리지 (유지 증거금 기준)	2.33배	2.5배	1배
기초 자산 가격 산정 기준	Bitcoin Reference Rate (BRR) Index (Bitstamp, GDAX, itBit, Kraken 가중평균)	Gemini Exchange's Daily Auction	Bakkt 내 거래가격
일간 가격 제한폭	7%, 13%, 20%	10%, 20%	없음
만기 정산 방식	현금 결제 방식	현금 결제 방식	실물 인수도
정규 거래 시간 (EST 기준)	6:00 pm - 5:00 pm	8:30 am - 3:15 pm	8:00 pm - 6:00 pm

일각에서는 Bakkt가 Warehousing 서비스를 바탕으로 실물 인수도 방식을 사용하기에 비트코인 선물 상품은 사실상 현물 상품 거래와 같다고 여기고 Bakkt 플랫폼에서 거래가 늘어난다면 자연스럽게 가격이 상승할 것이라 생각하기도 한다. 이것은 대단한 착각이다. Warehousing 비용이 자연스럽게 비트코인 선물 가격에 마크업되어 거래되는 가격은 프리미엄이 형성될 수 밖에 없다. 따라서 중장기 동안의 현물 보유 목적으로 Bakkt를 통하여 높은 가격을 지불하여 현물을 인수한 뒤 보관하는 방법을 택할 주체는 생각보다 많지 않을 수

있다. 1일 만기 방식의 선물이지만 만기 전 롤오버 방식으로 포지션을 유지해나간다면 실물 인수도가 이루어질 이유가 없다. 따라서 Bakkt의 초기 시장 참여자들은 실제 실물 인수를 하기 보다는 투명한 가격과 재고관리, 우수한 유동성을 갖춘 Bakkt의 플랫폼 위에서 일정 수준의 익스포저만 유지해나갈 것으로 보여진다.

Bakkt가 비트코인 외에도 다른 디지털 에셋을 지원하며 Warehouse 서비스를 본격 가동화하는 시점부터가 디지털 에셋 거래소 본연의 기능이 발휘될 것으로 보인다.

## Bakkt의 진짜 승부처는 Warehouse

그렇다면 기존의 비트코인 선물 상품과 다른 점이 없지 않을까? 세계 1위의 비트코인 선물 시장을 운영 중인 BitMEX에서 모든 상품들은 현재 백워데이션을 보이며 현물가격보다 낮게 거래되고 있다. 향후 콘탱고 가능성을 고려할 때 현물 취득 목적이 아닌 포지션 익스포저 유지 목적이라면 굳이 BitMEX 등의 다년간 검증된 거래소를 두고 Bakkt를 선택할 이유가 있을까? 한편 CME나 CBOE보다 충분히 먼저 시작할 수 있었음에도 1년 여 넘게 늦게 출시하며 후발주자로 왜 이 시장에 뛰어들려 하는 것일까? Bakkt가 추진하는 플랫폼은 선물 거래 플랫폼 외에도 Warehouse가 있다. 아직 출시 전이지만 보안 차원에서는 상대적으로 매우 높은 신뢰를 얻게 될 것은 의심의 여지가 없다.

BitMEX는 이것이 없다. 다시 말하지만 Bakkt가 출시하려는 것은 엄연히 선물 상품이다. Long 과 Short이 모두 가능하다. 레버리지 사용이 불가능하다고 가정할 때 Short 포지션을 구축하려면 비트코인 실물을 대차 해와야 한다. 만일 현물 중심의 시장 참여자들이 Bakkt의 Warehouse에 지속적으로 비트코인을 보유하게 되면 자연스럽게 대차거래가 이루어지고 이자율 시장이 형성된다. 이자율 시장이 형성되면 다양한 파생결합증권과 신용연계채권, 스왑 상품 등 전문 기관투자자들을 위한 새로운 구조화 상품 개발 및 출시가 가능해진다. Bakkt가 노리는 것은 바로 이 부문이다. Bakkt 플랫폼 출시 이후 주요 투자은행들이 뛰어든다는 자세를 보이는 것 또한 같은 이유이다. 새로운 시장이 성숙해지는 과정에서는 다양한 파생상품들이 출시되기 마련이며 시장의 방향성과 무관한 수익 구조 역시 다양하게 창출될 수 있으며 마진율이 매우 높다고 볼 수 있다. 비트코인을 기초 자산으로 하는 신규 금융 상품을 출시하기 위해서는 Bakkt의 Warehouse와 이에 기반한 실물 인수도 방식의 선물 상품이 반드시 필요한 것이다.

## Bakkt 준비, 어디까지 왔나

Bakkt 플랫폼 위에서 런칭 될 주요 (선물) 상품들은 실물 인수를 기반으로 하나 상당 기간 동안은 CME, CBOE 등의 선물 상품과 크게 다르지 않을 것이다. 이미 초기에 필요한 Guarantee Fund를 위한 실물은 모두 준비되었다고 추정된다. 따라서 시장 참여자에 의한 것이 아닌 Bakkt에 의한 순매수 유입에 따른 가격 상승 효과는 기대하지 않는 것이 좋다. 플랫폼 상에서의 시장 참여자들 역시 기관 위주로 순매수로 현물을 취득하려는 목적보다는 익스포저를 취하는 목적이 크기에 역시 순매수 효과를 기대하기란 어렵다. 그렇다면 대체 언제부터 모두가 기대하는 기관에 의한 상승장이 나온다는 것인가? 인덱스 펀드와 ETF가 런칭되기 전까진 어렵다. Bakkt와 같은 공인된 거래소 런칭 이후에도 상당기간이 흘러야 런칭이 가능한 상품군들이다. 물론 이러한 금융기관들의 움직임을 바탕으로 기존 시장 참여자들의 FOMO에 의한 상승장은 충분히 예상할 수 있다.

전반적으로 Bakkt 플랫폼의 준비상황에 대해선 알려진 바가 많지 않다. 우선 비트코인 선물

상품에 관한 인프라는 관계사 ICE Futures U.S.를 통해 상당 부분 준비가 되었다고 볼 수 있으나 문제는 Warehouse 부문이다. 당사는 기술적인 부문은 아직 완공단계가 아닐 것으로 추정하고 있다. CFTC의 승인이 이루어진 이후에도 실제 상품 런칭은 Bakkt사의 재량으로 연기할 수 있다. CBOE와 CME는 각각 9일, 17일 소요되었다. Bakkt사는 좀 더 걸릴 것으로 보여진다. 한편 Bakkt사는 이더 선물 상품 또한 런칭할 의도가 있는 것으로 파악되고 있으며 아직 관련 전문 인력을 모집 중에 있기에 개발 단계는 아닐 것으로 보여진다

최근엔 미국의 대표적인 브로커 회사인 Rosenthal Collins Group 의 일부 부문을 인수하며 사실상 기관급 고객 외에도 리테일 고객들을 유치하기 위한 인프라를 갖추어 가고 있다고 볼 수 있다. 어떤 부문을 어떤 목적으로 인수하였는지는 명확히 밝혀지지 않았으나 당사는 Bakkt가 이번 인수 건을 통해 FX e-trading 시장에서 활발히 활동하고 있는 유동성 공급자 (Liquidity Provider) 들을 비트코인 선물 상품 시장에 유치하기 위한 목적도 상당히 클 것이라 추정하고 있다. RCG의 백오피스 부문은 자연스럽게 흡수되게 된다.

### **About LYZE Pte Ltd ([www.lyze.ai](http://www.lyze.ai))**

The LYZE team has been publishing institutional-grade cryptocurrency market reports based on LYZE's on-chain data indicators along with quantitative market analysis methods. LYZE has already signed contracts with three cryptocurrency exchanges to provide them with its specialized analytical contents, increasing the demand of LYZE token.

### **About LZE Token**

LYZE is a utility token that compensates users for their contributions to the LYZE platform by providing analytical information based on LYZE's cleansed data. LYZE aims to provide its holders with fact-based investment analysis information at a reasonable cost with the use of LYZE token.